

Vad händer vid osäkerhet i värdebedömningar och cykliska förlopp i ekonomin?

FRÅN OCH MED ÅR 2005 MÅSTE ALLA noterade företag inom EU upprätta sin koncernredovisning i enlighet med IAS/IFRS. Detta kan komma att innebära att åtminstone noterade fastighetsbolag kan redovisa sina förvaltningsfastigheter i enlighet med *Fair value model* i IAS 40 – *Investment Property*. *Fair value model* innebär löpande värdering till verkligt värde/marknadsvärde där värdeförändringen utgör en del av årets resultat. Har företaget valt *Fair value model* skall denna tillämpas konsekvent på hela fastighetsbeståndet och en eventuell senare återgång till *Cost model* torde inte vara förenlig med IAS 40.

Ett problem av särskilt intresse vid värdering av fastigheter är att det föreligger en varians/osäkerhet vid värdebedömning av dessa. I olika sammanhang har osäkerheten mätts utifrån vilken normal förväntad spridning som erhålls när man anlitar olika värderare, men även utifrån precisionen i värderingar vid jämförelse med faktiska försäljningspriser. Studier, i Sverige och utomlands, antyder att vid marknadsvärdebedömningar är det inte ovanligt med en varians/osäkerhet på i storleksordningen +/- 10 procent.¹ Dessutom bör särskilt noteras att marknadsvärden på fastigheter uppvisar cykliska förlopp över tiden, vilka i sin tur uppvisar följsamhet med faktorer som inflation och underliggande ekonomisk tillväxt².

Innan vi går vidare med de mer redovisningsfokuserade frågorna, låt oss göra en kort återblick över värdeutvecklingen på 1900-talets fastighetsmarknad.

Historisk tillbakablick

Synen på fastigheter som investeringsobjekt

När de noterade företagen år 2005 ska börja redovisa enligt internationella standards kan fastighetsbolagen använda »Fair value method« enligt IAS 40. Och det kan ge påtagliga utslag på resultat och soliditet beroende på bl.a. osäkerhet i värderingarna och konjunkturen, skriver Erik Persson och Bo Nordlund.

jekt har varierat över tiden. Under 1900-talets början rådde en gynnsam utveckling på fastighetsmarknaden med stigande fastighetspriser. Den gynnsamma utvecklingen fick ett abrupt slut i och med börskraschen 1929 och den därpå följande djupa samhällsekonomiska krisen i början av 1930-talet. Åtföljande finansiella kriser orsakade omfattande bankfallissemang och halverade fastighetspriser ledde till att ett stort antal företag hamnade i obestånd och konkurs.

Denna finans- och fastighetskris hade även en stark inverkan på synen av fastigheter som investeringsobjekt. I värderingssammanhang eftersträvade man att bestämma »trygga långsiktiga avkastningsvärden« baserade på styrda kalkylmodeller med uttalade riskkompensationer, ett synsätt som kom att bestå i huvudsak fram till slutet av 1950-talet.

Från och med 1960-talet kom fastighetsmarknaden i huvudsak åter att ha en

gynnsam utveckling. Över tiden växte därmed ett synsätt fram att investeringar i fastigheter var »långsiktigt realvärdesäkra«. Med realvärdesäker avsågs då att värdet över tiden skulle förändras i takt med inflationen. (Naturligtvis med vissa fluktuationer beroende på konjunkturväxlingar och förändrade marknadsförhållanden.)

Vid 1980-talets början avstannade den gynnsamma utvecklingen för Sveriges ekonomi. Detta skapade betydande problem inom fastighetsmarknaden, speciellt vad avsåg småhusmarknaden. Ekonomijournalister beskrev utvecklingen i termer som »det hemiska 80-talet«. Efter två på varandra följande kraftiga devalveringar (cirka 10 respektive 16 procent) ändrades förutsättningarna radikalt för Sveriges ekonomi, problemen hade exporterats, möjligen på bekostnad av långsiktig svensk levnadsstandard.

Den därpå följande utvecklingen på fastighetsmarknaden under resten av 1980-talet kan sägas utgöra en unik epok. Hög inflationstakt, låg realränta, ett skattesystem med höga marginalskatter som var extremt spekulationsdrivande. Dessutom var kapitalmarknaden mycket likvid som en följd av avregleringar på kreditmarknaden. Sammantaget rådde en mycket optimistisk framtidstro på fastighetsmarknaden som fick ett stort antal nya aktörer. Denna utveckling ledde till vad man brukar kalla en spekulationsbubbla på marknaden.

Nästa stora finans- och fastighetsmarknadskrasch inleddes med klara kris signaler på börsen som diskonterade ett prisfall på fastighetsbolagen under år 1989. Till en början togs dessa signaler inte på allvar inom fastighetsbranschen. ▶

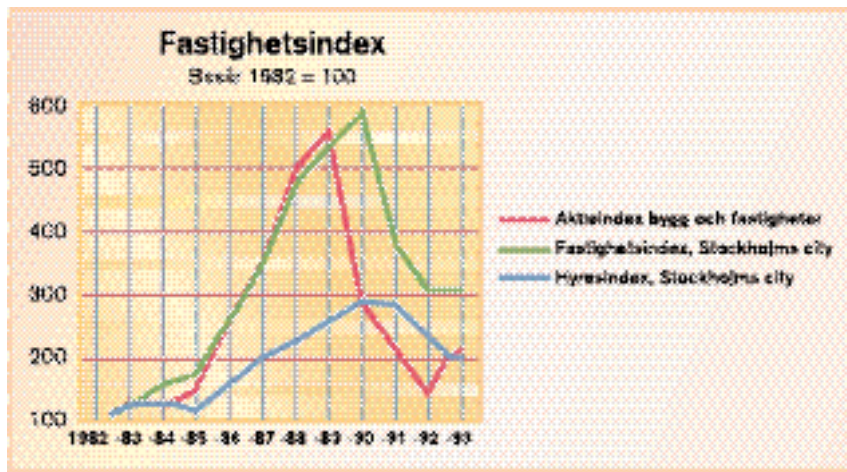


DIAGRAM: MICHAEL SANZ

Detta kan ha haft flera förklaringar, dels var man fartblind av den tidigare utvecklingen, dels trodde man att nedgången liksom övriga nedgångar under senare år skulle vara bli relativt snabbt övergående. Trögheten i reaktionerna kan även förklaras av de förhärskande värderingsmodellerna i kombination med hyressättningsystemen. Vid denna tid baserades (liksom fallet är idag) investeringskalkyler nästan uteslutande på så kallade kassaflödesmodeller. Det innebär en kapitalisering av framräknade årliga driftnetton över en kalkylperiod, vanligen fem eller tio år.

Eftersom hyreskontrakten löper över flera år, för kommersiella fastigheter vanligen tre år och även de årliga hyresförhandlingarna för bostäder karaktäriseras av en viss tröghet, kom effekten på utgående driftnetton med en eftersläpning i förhållande till den rådande situationen för nyuthyrning. (Figuren överst på denna sida belyser detta.)

Den mera påtagliga effekten på fastighetsmarknaden kom först under hösten 1990, till att börja med i form av köpmotstånd som resulterade i mycket få avslut. Det blev nu klart att hyresmarknaden sviktade med sänkta hyresnivåer och snabbt ökande vakansnivåer, detta i de flesta lägen och för alla typer av fastigheter. Kraftigt höjda räntor orsakade i sin tur kreditproblem. Under år 1990 kan man generellt tala om ett prisfall på cirka 10-25 procent. Under våren 1991 fortsatte nedgången med ett än större prisfall på omkring 25-40 procent, eller som man då sade att »yildelen steg kraftigt«.

Beroende på de höga belåningsgraderna³ raderades fastighetsbolagens egna kapital ut med råge och fastighetskrisen hade därmed med full kraft slagit in i banksektorn. Under detta år 1991 ut-

vecklades därför krisen till en kombinerad finans- och fastighetskris där fastighetsbolagen liksom på ett pärlband hamnade i obestånd och konkurs. Statligt ingripande blev nödvändigt för att rädda banksektorn från kollaps.

Från och med år 1992 började en rekonstruktions- och återhämtningsperiod som kan sägas i huvudsak vara avslutad under år 1996. Därefter får fastighetsmarknaden i huvudsak anses vara mera »normal« igen, om än starkt märkt av den tidigare krisen.

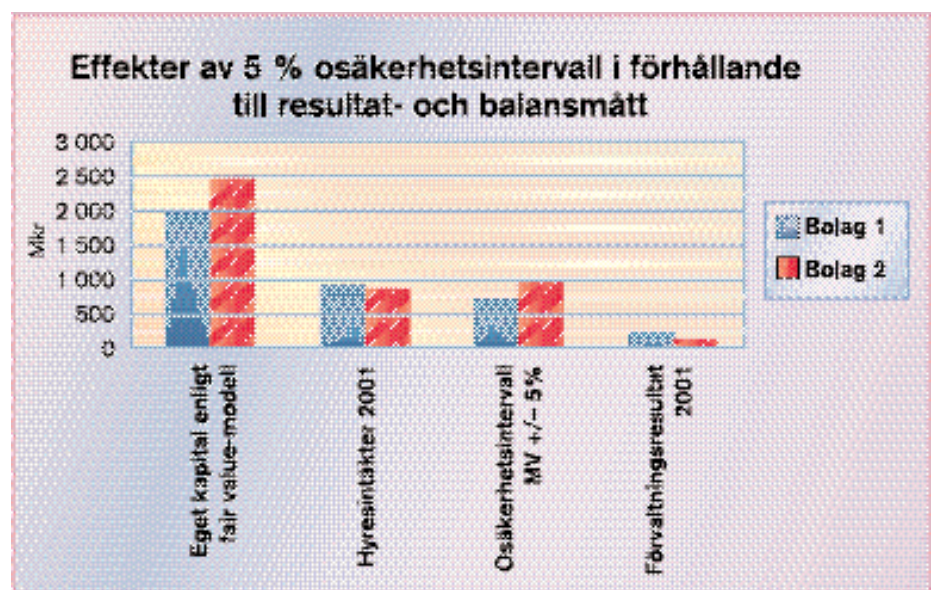
Notan för krisen sägs vara att fastigheter för 100 miljarder hamnade hos bankerna som gjorde en förlust på cirka 120 miljarder enligt Bankstödsnämnden. Statens kostnader har uppgetts till 65 miljarder kronor. Hur stora förlusterna blev för övriga, främst aktieägare och enskilda fastighetsägare är ej känt, men det finns anledning att tro att deras andel inte var av mindre omfattning.

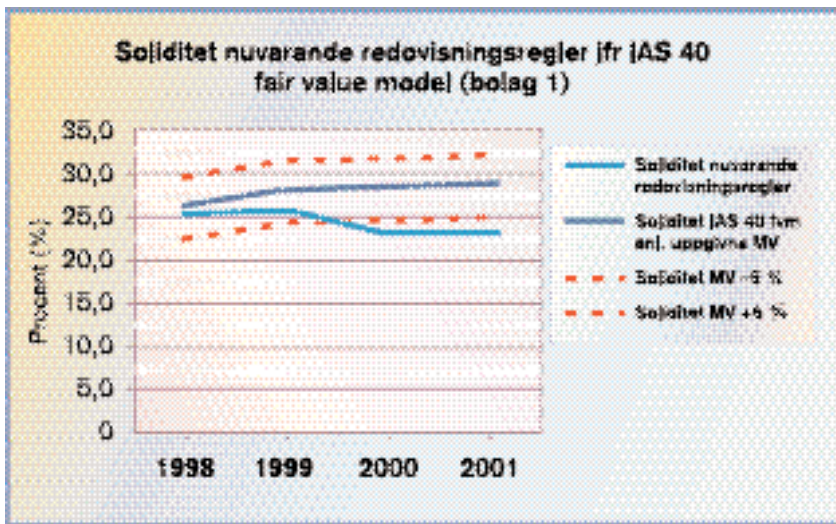
Efter år 1996 har förtroendet för och

utvecklingen på fastighetsmarknaden i huvudsak varit haft en positiv utveckling. Denna trend har förstärkts av ett allt starkare utländskt intresse för den svenska fastighetsmarknaden, detta efter att den blivit tillgänglig för utländska investerare från och med 1992. Kring millennieskiftet nådde den svenska fastighetsmarknaden en ny kulmen. Därefter har utvecklingen avmattats om än hittills i förvånansvärt begränsad omfattning med beaktande av raset på börsen, 60-70 procent efter toppnotering i början av år 2000.

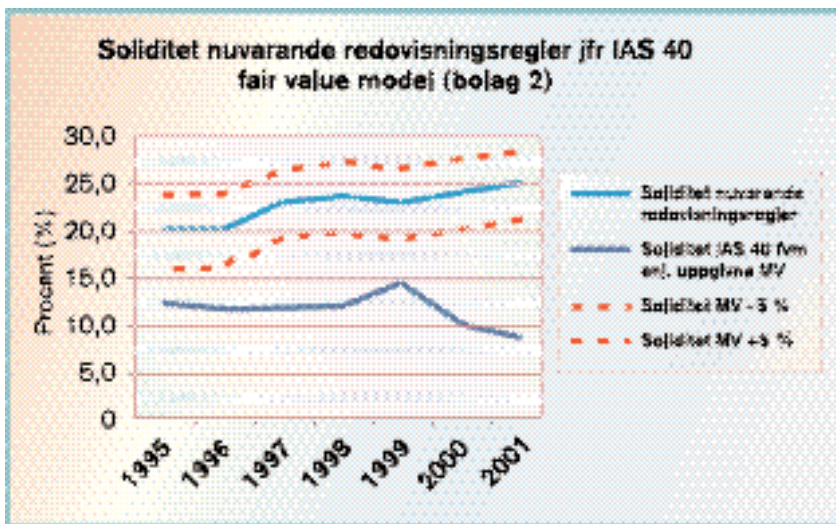
Efter den kraftigaste nedgången sedan 1930-talet på börsmarknaden har nu även fastighetsmarknaden med från år 2001 börjat svikta rejält. Vakansnivåerna har ökat och hyresnivåerna vid nyuthyrning har stagnerat eller gått ned, vilket naturligtvis resulterat i vikande fastighetspriser. Man bör vara försiktig att dra alltför långtgående slutsatser från jämförelser med utvecklingen i början av 1990-talet, men utvecklingen förtjänar största uppmärksamhet.

Efter denna exposé över utvecklingen på 1900-talets fastighetsmarknad kan vi nu konstatera att utvecklingen av redovisningsprinciperna går mot alltmer marknadsvärdeorienterade synsätt. Realisations- och försiktighetsprinciperna, vilka ursprungligen tillkom för att skydda investerare (aktieägare och långivare), är nu på väg att bli »omoderna«. Enligt vår mening är det intressant att sätta in IAS 40:s Fair value model i detta perspektiv samt belysa några två relevanta värderings- och redovisningsfrågor i sammanhanget nämligen osäkerhetsintervall och cykliska marknadsförlopp. För att åskåd-





I **bolag 1** ligger de olika soliditetstalen, baserade på nuvarande redovisningsregler och Fair value model, inom eller alldeles i närheten av osäkerhetsintervallet under alla de fyra undersökta åren.



I **bolag 2** kan soliditeten år 2001, enligt Fair value model, variera med mellan ca 21 och ca 28 procent när osäkerhetsintervallet beaktas.

liggöra dessa frågeställningar har vi valt att illustrera med data hämtade från bearbetning av två fastighetsbolag noterade på Stockholmsbörsen (se figurerna ovan!).

Osäkerhetsintervall

Hur stort kan ett normalt osäkerhetsintervall i en värdebedömning vara i förhållande till eget kapital, hyresintäkter

Av figuren t.v. framgår att även ett osäkerhetsintervall om +/- 5 procent är betydande i förhållande till de jämförelsemått som redovisas ovan. Detta gäller speciellt i relation till förvaltningsresultatet. Osäkerhetsintervallet i en enskild värdering är sannolikt större än +/- 5 procent, men siffran kan bedömas som rimlig om den tillämpas på ett helt bestånd.

eller förvaltningsresultat? Dessutom kan det vara av intresse att belysa storleken på osäkerhetsintervallet omräknat i soliditet. Vid bedömningen har vi utgått från det marknadsvärdet som bolagen själva uppger på sitt fastighetsbestånd i årsredovisningen.

En 5-procentig värdeförändring betyder förenklat, vid en antagen 70-procentig belåning och där vi antar att företagens tillgångar väsentligen består av fastigheter, att det egna kapitalet förändras med i storleksordningen +/- 15 procent om man bortser från skatteeffekter i redovisningen.

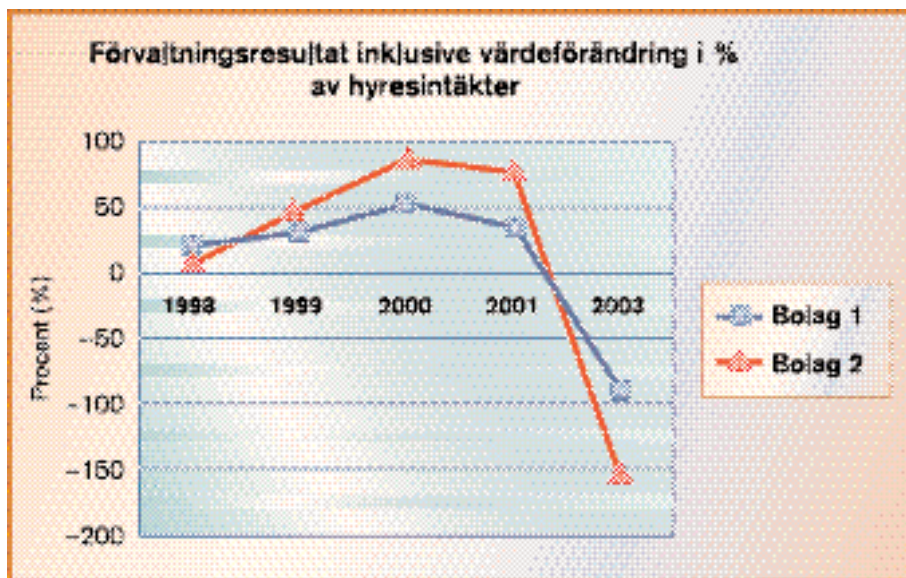
Effekter på soliditet vid nuvarande redovisningsregler jämfört med *Fair value model* om +/- 5 procent osäkerhetsintervall åskådliggöres i ovanstående figurer för de två bolagen.



Erik Persson (överst) är docent i Bygg- och fastighetsekonomi vid Kungliga Tekniska Högskolan i Stockholm.

Bo Nordlund (underst) är auktor revisor och verksam vid KPMG i Arvika. Han medverkade senast i Balans nr 8-g/2001.

27



Cykliska förlopp på marknaden

Cykliska förlopp på marknaden och dess påverkan på redovisningen kan belysas med följande scenario:

Om vi antar vissa marknadsförändringar (t.ex. ökade vakanser, lägre hyror, högre låneräntor, ökad inflation), så leder detta sannolikt till ökade direktavkastningskrav vid fastighetsinvesteringar. Det leder i sin tur till lägre marknadsvärden. Skulle direktavkastningskraven öka med 1-2 procentenheter generellt kan detta snabbt leda till den värdejustering som åskådliggörs i bilden (överst på sidan). Denna illustrerar effekten i resultaträkningen om marknadsvärdena sjunker med 15 procent år 2003 i förhållande till marknadsvärden 2001. För enkelhets skull har vi år 2003 har antagit samma intäkter och kostnader, bortsett från värdeförändringen, som enligt årsredovisningen för år 2001. Av bilden framgår att det negativa förvaltningsresultatet inklusive värdeförändring är lika stort som, eller ännu större än, ett helt års hyresintäkter i bolagen.

Däremot blir inte effekterna i soliditetstalen lika dramatiska som i ovanstående bild. Effekterna kommer dock även när det gäller detta nyckeltal att bli kännbara för bolagen. Bortser man från skatteeffekter i redovisningen och antar att belåningsgraden uppgår till 70 procent så leder en värdenedgång på fastigheterna om 15 procent till att det egna kapitalet halveras.

Upplysning om osäkerheten i redovisningen

Det är mycket viktigt att vara medveten om storleken på osäkerheten i själva vär-

debedömningen eftersom den bedömda värdeförändringen påverkar resultaträkningen varje år. Därutöver har vi effekter av cykliska förlopp och deras inverkan på marknadsvärden och redovisning. I IASB:s *Framework* för finansiella rapporter, punkt 37, behandlas försiktighetsaspekten när man skall upprätta finansiella rapporter. Av denna punkt framgår att viss osäkerhet är sådan att man bör upplysa om dess natur och omfattning i de finansiella rapporterna.

I IASB:s »Improvements-projekt« finns också frågor gällande osäkerhet, vid upprättande av den finansiella rapporten, behandlad i förslag till utveckling av IAS 1 – *Presentation of Financial Statements*, pkt 110. Enligt vår mening är osäkerheten, som beskrivits i denna artikel, av sådan omfattning och art att information om densamma i normalfallet bör framgå av de finansiella rapporterna. Mot bakgrund av cykliska förlopp i fastighetsvärdet borde det även vara nödvändigt att fastighetsbolagen upplyser om vad olika procenttal i värdenedgångar alternativt värdeökningar kan innebära för effekter på soliditet samt något eller några lönsamhetsrelaterade mått.

När vi här omnämmer osäkerhetsintervall vid en viss angiven värdetidpunkt är det viktigt att man är medveten om följande: Angivna intervall betyder inte att gränserna i intervallet utgör någon »säker undre/övre gräns« för värdet. Cykliska genomslag i redovisningen för ett kommande år kan mycket väl bli betydligt kraftigare än angivna osäkerhetsintervall vid en viss angiven värdetidpunkt.⁵

Kvalitetssäkring av värderingsprocessen

För att minska osäkerheten på kapitalmarknaden anser vi att det är av största vikt att det uppnås enighet beträffande använda värdebegrepp och värderingsmetoder. Vidare borde det framgå av redovisningsrapporterna vilken värderingsstandard⁶ som tillämpats vid den genomförda värdebedömningen. Hur har indata hanterats och kvalitetssäkrats? Har besiktningar skett på fastigheter som värderats? Hur har det säkrats att värderaren inte har ägarintressen i bolaget vars fastigheter han/hon värderar? Följer värderingsprocess och värdeutlåtanden en enhetlig standard? Detta är några av många relevanta frågeställningar i samband med värderingsprocessen. ●●

Källor:

- Bejrums, H. & Söderberg, B., (1998), *Hyrer och fastighetspriser i Stockholm 1965-1995*. Meddelande 5:46. Avdelningen för Bygg- och fastighetsekonomi, Kungl. Tekniska Högskolan, Stockholm.
- Bretten, J. & Wyatt, P., (2001), *Variance in commercial property valuations for lending purposes: an empirical study*, Journal of Property Investment & Finance, Vol. 19 No. 3.
- Lundström, S., (2001), *Uncertainty in market value estimates – Implications for property performance measurement*, Department of Real Estate and Construction Management, Royal Institute of Technology, Stockholm.
- Mokrane, M., (2002), *Valuations – standards, accuracy, consistency*, IPD European Property Strategy Conference May 2002.
- Nordlund, B. & Persson, E. (2003), *Redovisning av förvaltningsfastigheter till verkligt värde enligt IAS 40 – Fair value model: Diskussion kring precision i värdebedömningar och effekter av cykliska förlopp i fastighetsvärden ur ett redovisningsperspektiv*, Kungl. Tekniska Högskolan, Stockholm.

Fotnoter

- 1) Lundström, 2001; Mokrane, 2002; Bretten & Wyatt, 2001
- 2) Bejrums & Söderberg, 1998
- 3) Belåningsgrad = Lånat kapital i förhållande till marknadsvärde på fastigheterna
- 4) Förvaltningsresultat = Resultat efter finansnetto exklusive resultat av fastighetsförsäljningar och jämförelsestörande poster.
- 5) Se även analys och diskussion i Nordlund & Persson, 2003
- 6) Se exempelvis *International Valuation Standard (IVS)* och *European Valuation Standard (EVS)*